

## AZ ALKALMAZOTTI TULAJDONLÁS HATÁSA A KIVÁSÁROLT CÉGEKRE\*

**A történeti háttér és az előzmények ismertetését követően a szerző a vonatkozó nagyságrendi adatokat tekinti át, majd részletesen elemzi a kivásárolt cégek tulajdonosi szerkezetét. Az elemzés a cégek gazdasági helyzetének alakulásával folytatódik, majd a feltárt adatokból levonható következtetések felsorolásával zárul.**

Magyarországon az 1968-ban elindított reformok nyomán az állami tulajdonosi jogok mind nagyobb része került az államigazgatástól a vállalatok hatáskörébe. A tulajdonosi jogok decentralizálódásának fontos lépése volt az ún. *önkormányzó vállalatvezetési formák* bevezetése 1985-ben. E formák, különösen a vállalati tanács létrehozása az állami vagyonnal való rendelkezés terén előnyös helyzetbe juttatták a vállalatok vezetését, hisz a tulajdonosi jogokat lényegében a vállalati önkormányzat - s így ezen belül is elsősorban a menedzsment - gyakorolta a vállalatoknál.

Ezen önkormányzatra épültek rá eleinte azok a jogszabályok és intézmények, amelyek meghatározták a tulajdoni szerkezet átalakulását. A privatizáció kezdetén az állami vállalatok mintegy háromnegyedét kitevő önkormányzó vállalatoknál az állam tulajdonosi funkcióját a dolgozók választott képviselőiből és a menedzserekből álló testületek látták el. A vállalati törvény e cégek számára lehetővé tette, hogy saját maguk kezdeményezzék és tervezzék meg cégük átalakulását, saját szempontjaik alapján döntsenek az átalakulást követően kialakítandó tulajdonosi körörről. (Az állam ekkor a privatizációba még nem tulajdonosként, hanem csak törvényességi és hatósági eszközökkel tudott esetenként beavatkozni.) Az ún. *spontán privatizáció* idején tehát az állam tulajdonosi érdekei lényegében még képviselő nélkül

maradtak, így a vállalatok felső vezetői egyidejűleg látták el a cégek kvázi-tulajdonosainak, menedzsereinek és privatizátorainak funkcióit.

1990-ben megszületett az Állami Vagyongyűnökségről, valamint az állam vállalatokra bízott vagyonának védelméről szóló törvény, mely a korábbi spontán privatizációt „korrigálva” átalakította a privatizáció jogi és intézményi környezetét, s megteremtette a *központilag irányított és ellenőrzött privatizáció* feltételeit. Ezzel megindult az önkormányzó vállalatokat korábban megillető tulajdonosi jogok elvonása a vállalatoktól, azokat kormányzati-adminisztratív szervezethez összpontosítva. A vállalati vezetők állami vagyon feletti hatásköre erősen csökkent, az állami tulajdon megszemélyesítője az Állami Vagyongyűnökség lett, így annak ellenőrzése és jóváhagyása nélkül már nem zárulhattak le jelentősebb privatizációs akciók.

A kormányzat 1992 végén ismét új *privatizációs stratégiát* dolgozott ki, amely elsődleges célként a széles és erős belföldi tulajdonosi réteg kialakításának elősegítését jelölte meg. Ez azt jelentette, hogy a gazdasági vezetés szakítani kívánt a korábbi, a spontán privatizáció időszakát felváltó, centralizált privatizáció időszakára jellemző bevétel-orientációval, mely a privatizáció erőteljes lelassulásához vezetett az ügyletek központi vezérlése, valamint a külföldi befektetőkre alapozása folytán.

A központilag kezdeményezett privatizációs programok kudarca ekkorra már tagadhatatlanná vált, de nemcsak a nagy-, hanem a kis- és közép-vállalatok átalakulása és privatizációja is meg-

\* A tanulmány „Az állami vállalatokból kialakult kis- és közép-vállalatok alkalmazkodása, életképessége, teljesítménye” című - 940/95 számú - OKTK kutatás alapján készült.



sínylette a nagyfokú centralizációt. A privatizációs stratégia kidolgozói számára lépéskényszerűt jelentett, hogy a privatizáció elhúzódása közben a cégek egyre nagyobb hányadának romlott a gazdasági helyzete.

Az 1992-es új stratégiából egyaránt következett a mesterséges kínálat- és keresletteremtés, s ezzel a pénzügyi korlátok háttérbe szorulása. A hazai tulajdonszerzés preferálása a keresleti és kínálati politika alakításában új megoldásokat és eszközöket tett szükségessé. Ennek egyik elemét jelentette a *Munkavállalói Résztulajdonosi Program (MRP)* 1992. júniusi törvénybe iktatása, amely kedvezményes kamatozású hitel, valamint adókedvezmény útján biztosította annak lehetőségét, hogy a vásárláshoz megfelelő forrásokkal nem rendelkező dolgozók saját cégük megvételekor a vételárat ki tudják egyenlíteni.

A törvény megalkotásának hátterében a gazdasági érvek mellett ideológiai megfontolás is állt. A szakszervezetek és munkástanácsok által képviselt álláspont szerint a dolgozókat az állami vállalatoknál kifejtett értékteremtő funkciójuk alapján is bizonyos mértékű részesedés illeti meg az állam vagyonából. A munkavállalói tulajdonlás nyugati példáit (ESOP) jól ismerő politikusok és szakértők ezen túlmenően a tulajdonosi tudat révén elérhető teljesítménynövekedéssel, a várható tőkeosztalék ösztönző hatásával, a munkaszervezet és egyben a hazai privatizáció demokratizálásával érveltek.

A vállalati vezetőik tulajdonszerzésére az MRP idején - egészen az 1995-ös új privatizációs törvény megjelenéséig - *nem született külön törvény*, illetve privatizációs konstrukció. Eleinte különösen gátolta a vezetői tulajdonszerzés hivatalos rangra emelését a még állásukban maradt vezetőket körülvevő ellenséges légkör, az előző rendszerbeli szerepvállalásukat számonkérő, leváltásukat is kilátásba helyező környezet.

Az MRP törvény volt az első olyan jogi keret, amely jelentős kedvezménnyel és intézményesen többségi tulajdonhoz tudta juttatni a vállalatok dolgozóit. (Kisebbségi tulajdonrész kedvezményes megszerzésére az évente mindig nagy késéssel megjelenő ún. Vagyonpolitikai Irányelvek - vagyonjegy, illetve dolgozói részvény formájában - már korábban is volt lehetőség. Az alkalmazottak kedvezményes tulajdoni részesedése e szabályozás szerint azonban nem haladhatta meg az érintett cég saját tőkéjének tíz-tizenöt százalékát. Az 1995-ös privatizációs törvényben a társaság jegyzett tőkéjének tizenöt százaléka jelenti e tekintetben a felső határt.)

A törvényben rögzített MRP olyan *hitelezési, adózási és szervezeti technikák együttese*, amelynek segítségével a munkavállalóknak lehetőségük nyílik arra, hogy megvásárolják az őket foglalkoztató gazdasági társaság tulajdoni részesedésének egészét vagy egy részét. A vásárlóként közösen fellépő munkavállalók vásárlásakor nem saját vagyonuk jelenti a hitelt nyújtó bank számára a visszafizetés fedezetét, hanem az általuk megvásárolt cég vagyona. A vásárlást igen nagy hányadban - 98, illetve 85 százalékban - olyan hitellel finanszírozzák, amelynek kamata és lejáratí ideje a hitelek piaci kamatánál és szokásos lejáratánál sokkal kedvezőbb, s törlesztést sem kell rögtön megkezdeni. A fennmaradó - ténylegesen készpénzben befizetendő - összeg előteremtésében is többnyire a megvásárolandó cég nyújt segítséget a dolgozóknak. A vételár kifizetésére szolgáló hitelt a dolgozók kollektíven törlesztik, részben a vagyonrészükre eső osztalékból, részben pedig a megvásárolt cég adózás előtti nyereségének számukra átutalt részéből. (A kollektív tulajdonszerzés a hitel nagy aránya következtében ugyanakkor számos tekintetben korlátozza a dolgozók tulajdon feletti rendelkezési jogának gyakorlását, így különösen a részvények elidegenítésének lehetőségét.)

Az 1995. májusában elfogadott új *privatizációs törvény* is megtartotta az MRP-konstrukciót, így az változatlanul a legtöbb kedvezményt kínálja az alkalmazotti kivásárláshoz. Az új törvény a készpénz ellenében történő privatizáció elsődlegessége jegyében azonban lényegesen - ötven százalékra - csökkenti a vételár hitellel fedezhető arányát. (A más konstrukciókban igényelhető kedvezményes hitel ötven millió forintos felső korlátja tehát az MRP-kre nem vonatkozik.)

Az 1995-ös privatizációs törvény egészen új elemként *először emeli törvényi erőre a vezetői kivásárlás technikáját*, mely alapvetően eltér az MRP konstrukciótól. Annál ugyanis kevesebb kedvezményt kínál a kivásárlásra készülő menedzsereknek és munkavállalóknak, amikor az általuk létrehozott gazdasági vagy polgári jogi társaságtól megköveteli, hogy készpénzért, a pályázat elnyerésekor fizessék meg a cég piaci értékének húsz százalékát, majd a következő öt évben szerezzék meg a többségi tulajdonlást biztosító tulajdoni részesedést. Kedvezményt jelent ugyanakkor a kivásárló menedzserek és munkavállalók számára, hogy az első öt évre az állami vagyonkezelő lemond az öt megillető tulajdonrész utáni szavazati jogról.



Tekintettel arra, hogy ez az új törvény az MRP konstrukcióhoz képest kevesebb előnyt biztosít a kivásárlásra készülő menedzsereknek, feltehetően, hogy nem változik az a korábbi gyakorlat, amely szerint a vezetők a dolgozók számára létrehozott MRP keretében szerzik meg a vállalatuk feletti tulajdonosi ellenőrzés jogát. Az MRP alkalmazása eddig - mint arról a továbbiakban még részletesen is lesz szó - szinte minden cégnél vezetői dominanciájú tulajdon kialakításához vezetett.

## Nagyságrendi kérdések

Magyarországon 1994. végéig összesen 197 MRP konstrukcióban történő munkavállalói kivásárlásra került sor. Ugyanezen időszak alatt az ötven százaléknál nagyobb arányban magántulajdonba adott cégek száma 866 darab volt, így az MRP ügyletek tették ki az 1994 végéig privatizált cégek számának 22,7 százalékát. Az 1989-ben nyilvántartott 1848 darab privatizálásra váró állami vállalatához képest az MRP konstrukcióban eladott cégek számaránya közel tizenegy százalékot ért el.

A privatizációról rendelkezésre álló legfrissebb (1995. májusi) adatok\* szerint összesen 209 MRP ügyletre került sor, ezek aránya az ugyanezen időszak során többségi magántulajdonba adott 923 cégen belül 22,6 százalék. (A kiinduláskor nyilvántartott cégek 11,3 százalékát képviselik az 1995. májusáig végrehajtott MRP ügyletek.)

Az MRP konstrukcióban kivásárolt cégek vagyonértékét az ötven százaléknál nagyobb mértékben magántulajdonba adott cégek vagyonértékéhez viszonyítva a fenti arányszámoknál sokkal alacsonyabbak adódnak. Az 1994. végéig MRP konstrukcióban privatizált cégek aránya e tekintetben mindössze 7,3 százalékot ért el, s ugyanezen arány volt érvényes 1995. májusában is. Az MRP útján kivásárolt cégek vagyonának névértéke 1994. végén 38,94 milliárd forint, a többségi magántulajdonba adott cégek összesített vagyonértéke 534,37 milliárd forint volt. (A privatizáció indításakor nyilvántartott könyv szerinti

vagyonérték 2,3 százaléka került MRP konstrukcióban a munkavállalók tulajdonába.)

Az adatokból világosan kirajzolódik, hogy MRP konstrukcióban az átlagosnál jóval kisebb vagyonértékű cégek privatizációjára került sor Magyarországon. Az MRP útján eladott cégek átlagos vagyonértéke mindössze harminckett százalékát tette ki 1994. végén az összes többségi magántulajdonba adott társaság vagyonértékének.

Az MRP-s cégek méret szerinti megoszlására jellemző, hogy az 1994. végéig kivásárolt társaságok közel felét ötszáz millió forint alatti jegyzett tőkéjű cégek adják. Különösen 1994-ben nőtt meg az MRP konstrukcióban privatizált cégek nagyságrendje, mivel az előző évi két darab ötszáz millió forint feletti jegyzett tőkéjű céggel szemben 1994-ben már 47 ilyen társaság szerepelt e cégek körében. A foglalkoztatottak száma szerint vizsgálva az MRP-s társaságok megoszlását, 1994-ben a cégek 45 százaléka esett a kétszáz fő alatti létszám kategóriába. [Az MRP tulajdonhányadal ..., 1995]

1995. októberéig további 24 cégnél került sor MRP konstrukciójú kivásárlásra. Így a regisztrálás kezdete, azaz 1992. júniusa óta a munkavállalói tulajdonba került vállalkozások száma 221-re emelkedett. E cégek vagyonértéke pedig összességében 44,5 milliárd forintot ért el.

A fenti statisztikai adatok kizárólag az Állami Vagyonügynökség, az Állami Vagyonkezelő Rt., illetve az Állami Privatozációs és Vagyonkezelő Rt. által nyilvántartott MRP ügyletekre vonatkoznak. Ebből következően *nem tartalmazzák az alkalmazotti és vezetői kivásárlások azon eseteit, amelyekre nem MRP konstrukcióban került sor.*

Ez különösen zavaró az 1989. vége és 1992. júniusa között - azaz az MRP törvény elfogadása előtt - végrehajtott dolgozói-vezetői kivásárlások esetében, amely szakértői becslések szerint [Karsai, 1991] megközelítőleg harminc céget érint. Ugyanakkor a megfigyelt időszak egészére vonatkozóan hiányzik azon ügyletek nyilvántartása, amelyek keretében a kivásárolt cégek vezetői és/vagy dolgozói nem MRP konstrukcióban, hanem más módon, például külső befektetőként szerezték meg a saját cégük feletti tulajdonjogot. (A vagyonkezelők nyilvántartásából nem derül ki, hogy a kivásárlásra alakult befektető csoport tagjai között szerepelnek-e az érintett cég dolgozói, illetve

\* 1995. májusát követően az ÁPV Rt. már nem teszi közzé, hogy az értékesített vagyon hány százaléka került magánkézbe ötven százalék feletti és alatti arányban, illetve teljes mértékben. Ennek megfelelően hiába áll rendelkezésre az MRP konstrukció keretében eladott társaságok darabszáma és könyvértéke 1995 októberéig, az immár nem viszonyítható az összes többségi magántulajdonba adott társaság adataihoz.



vezetői.) Feltételezhető azonban, hogy a kivásárláshoz rendkívüli kedvezményeket kínáló MRP törvény megszületését követően a más konstrukcióban megvalósuló vezetői és alkalmazotti kivásárlások száma megcsappant.\*

Az adatokat azért is némi fenntartással kell kezelni, mert az állami vagyonkezelők nyilvántartása a kisebbségi és a többségi tulajdon megszerzését biztosító MRP ügyleteket egyaránt magában foglalja, míg a viszonyítás alapjául a többségi magántulajdonba adott cégek szerepelnek. Az adatok azonban megközelítőleg mégis használhatók, mivel az MRP kivásárlások - darabszámukat tekintve - 1993-ban közel hetven százalékban, 1994-ben több mint hatvan százalékban többségi kivásárlást jelentettek. 1995. első felében többségi MRP értékesítések adták az összes MRP konstrukciójú kivásárlás 62 százalékát. Az ügyletek által érintett vagyon könyv szerinti értéke alapján 1994. végén a többségi MRP-s kivásárlások tették ki az MRP ügyletek keretében értékesített vagyon *kétharmadát*. [Az MRP tulajdonhányaddal..., 1995] Feltételezhető azonban, hogy a kisebbségi dolgozói tulajdoni részesedések megszerzésére is olyan esetekben került sor, amikor a külső befektetők által végrehajtott privatizáció nyomán a szóban forgó cégek többségi magántulajdonba kerültek.

Az állami vagyonkezelők nyilvántartásában szereplő adatok más szempontból is korrigálásra szorulnak. Amellett, hogy kizárólag az MRP törvény szerint értelmezett kivásárlásokat takarják, azaz nem veszik figyelembe az alkalmazottak tulajdonába más módon került cégek adatait, *nem tükrözik a privatizáció óta bekövetkezett változásokat sem*. Így nem tűnik ki ezen adatokból, hogy az MRP szervezetek által megvásárolt tulajdonrész nem került-e időközben új tulajdonoshoz. E torzítás egyelőre nem jelentős, mivel - mint arról a tulajdonosi struktúrája vátozása kapcsán majd szó lesz - mindeddig igen ritkán fordult elő, hogy a dolgozók megváltak (többségi) tulajdoni hányaduktól.

Az alkalmazotti tulajdonlás kapcsán meg kell említeni a vezetői/dolgozói tulajdon egy speciális

formáját, az ún. *privatizációs lízing* konstrukciót. Erre a privatizációs eljárásra a privatizációt szabályozó törvény értelmében eddig csak két sikertelen pályázat után kerülhetett sor, s a kifejezetten rossz helyzetű, ám a vezetői által feljavíthatónak ítélt cégeknél alkalmazták. A lízing konstrukció - ha a lízingbe vevő közösséget a cég vezetői alkotják - lényegében a vezetői tulajdon halasztott, távlatilag bekövetkező formáját takarja, mivel a szóban forgó cég feletti tulajdonjog csak a lízingszerződés lejártakor, azaz több éves késéssel kerül a lízingszerződés feltételeit betartó lízingelő(k) birtokába. Az ÁVÜ, az ÁV Rt., illetve az ÁPV Rt. adatai szerint 1994 decembereig 24 cég esetében, 1995-ben pedig további három cégnél került sor ilyen szerződés megkötésére. E cégek vagyonának névértéke összesen 6,9 milliárd forintot tett ki.

Az MRP szervezetek tulajdonába került cégek ágazati megoszlására jellemző, hogy azok a gazdaság minden ágában jelen vannak. (Vö.: [Osváth, 1994], [P.A.G., 1994] és [Laky, 1995].) 1994. novemberi adatok szerint e cégek fele a feldolgozóiparban található. Szintén magas az arányuk a kereskedelembe, ide tartozik az MRP-s társaságok közel negyede. Tizenkét százalékuk az ingatlan-, illetve a bérbeadási ügyletekhez, nyolc százalékuk az építőiparhoz, közel öt százalékuk pedig egyéb területekhez sorolható. Az egyéb kategóriák közül kiemelkedik a mérnöki tanácsadást és tervezést kínáló cégek száma.

## A kivásárolt cégek tulajdonosi szerkezete

### Az MRP-s cégek tulajdoni szerkezete

Az MRP keretében kivásárolt cégeknél a dolgozók tulajdonosi részesedése az érintett cégek jegyzett tőkéjéből - a cégek összességét tekintve - átlagosan 53 százalékos. Ezt az ÁPV Rt. tizenhárom és az önkormányzatok öt-hat százalékos részesedése egészíti ki. Az ún. egyéb magyar befektetői tulajdoni hányad az összesített adatok szerint huszonöt százalékos, a külföldi résztulajdon nagysága pedig elenyésző. (A külföldi tőke sem a kisebbségi, sem pedig a többségi MRP tulajdonban lévő cégekbe nem szívesen társult be.)

Természetesen a fenti, összesített adatoktól jelentősen eltér a többségi MRP tulajdonba került társaságok tulajdonosi szerkezete. E cégek esetében a dolgozói tulajdon aránya átlagosan megközelíti a jegyzett tőke 73 százalékát. [Az MRP tulajdonhányaddal..., 1995] Míg a vállalat szem-

\*1993. második felétől különösen jelentős torzítást takar az MRP kivásárlások nyilvántartásának e hiányossága. A vagyonkezelők ugyanis ekkor már elfogadtak olyan pályázatokat is, ahol az MRP szervezet és a vezetőkből alakult gazdasági társaság közös - konzorciális - vásárlási ajánlatot nyújtott be a meghirdetett cégek pályázatára. Ezen időszakról fogva a hivatalosan regisztrált adatokat feltehetőleg jelentősen meghaladta a tényleges többségi alkalmazotti kivásárlások száma.



pontjából a „külső“ magyar befektetők részese-  
sedése a többségi MRP tulajdonban lévő társasá-  
goknál igen jelentéktelen (8%), a kisebbségi  
MRP tulajdonú cégeknél e tulajdonosi kör játsza  
a legfontosabb szerepet, kezében tartva a jegyzett  
tőke átlagosan 47 százalékát.

A „külső“ hazai befektetők tulajdonosi része-  
sedését vizsgálva vissza kell utalni az állami va-  
gyonkezelők adatfeldolgozási rendszerének már  
említett problémájára. Az adatok regisztrálása  
ugyanis nem teszi lehetővé a vállalatnál dolgozó,  
ám önálló gazdasági társaság útján vagy magán-  
emberként saját tőkét befektető vezetők, illetve  
dolgozók elkülönítését a valóban „külső“, tehát  
nem a cégnél dolgozó befektetőktől. A konkrét  
vállalatok tulajdonosi körének tanulmányozása  
alapján azonban feltételezhető, hogy a külsőnek  
vélt befektetők körét nagy százalékban a me-  
nedzserek - kivásárlásra létrehozott - társaságai  
alkotják. A tulajdoni hányad megszerzésének fő  
motívuma ezekben az esetekben az MRP-n  
keresztül megszerzett tulajdoni részesedés olyan  
mértékű kiegészítése, ami a menedzserek szá-  
mára egyértelműen biztosítja a tulajdonosi jogok  
gyakorlásánál a domináns pozíciót.

A vállalatokra vonatkozó eddigi kutatási ered-  
mények egyértelműen a *menedzserek meghatá-  
rozó tulajdoni többségének kialakulását* igazolják.  
Ahol a menedzserek MRP-n belüli tulajdoni há-  
nyada nem érte el az ötven százalékot, ott is min-  
den esetben meghaladta a döntéshozatalnál a  
vétőjog gyakorlását biztosító huszonöt száza-  
lékot. Az e feletti, azaz az MRP-n kívül - MBO  
keretében - vásárolt tulajdoni hányad pedig sok  
cégnél további vagyონrész feletti rendelkezési  
jogot biztosított a vezetők számára. (A törlesztés  
időszakában a kapcsolódó jogosítványok gyakor-  
lása során - az MRP szervezetek belső szabályo-  
zatlansága folytán - általános gyakorlat, hogy  
még a kisebbségi tulajdonrészrel rendelkező  
menedzsment is előjogokat gyakorolhat.)

Az MRP-k köntöskébe *bújtatott vezetői kivá-  
sárlás* a többségi MRP tulajdonba került cégek-  
nél annak következtében alakulhatott ki, hogy az  
MRP törvény az MRP szervezetek alapszabályá-  
ban rögzítendő kérdések közé utalta a résztve-  
vők befizetéseinek módját és mértékét, a szerve-  
zet tulajdonában lévő vagyónrészeknek a résztve-  
vők tulajdonába kerülésének módját, elosztásának  
elveit, visszavásárlásának szabályait, értékesíté-  
sük esetén az elővásárlási jog gyakorlásának mód-  
ját, a hitel törlesztését követően a vagyónrész el-  
idegenítésének szabályait, valamint a szervezet  
megszűnésekor a vagyón felosztásának elveit.

Miután az alapszabály szabja meg a részt-  
vevők tulajdonhoz jutását meghatározó jogosult-  
sági elveket, a kollektívan megvásárolandó tulaj-  
donosi részesedés tagok közötti felosztási sza-  
bályait, valamint a tulajdonnal együtt járó szava-  
zati jogok résztvevők általi gyakorlásának lehetősé-  
gét, a törvényből hiányoznak az ún. tisztesség  
szabályok.\* Ezek a vezetők tulajdonosi része-  
sedését a vállalati keresettömegben való részese-  
déshez, avagy a tulajdoni részesedés egy megha-  
tározott hányadához kötik. (Ilyen szabályokkal az  
MRP konstrukciót az 1995-ös privatizációs tör-  
vény sem egészítette ki, pusztán a vezető testü-  
letek összetételére vonatkozóan hozott változá-  
sokat.)

A menedzserek által kezdeményezett és az ő  
elképzeléseiket tükröző konstrukciójú MRP ki-  
vásárlások esetében így nem véletlen, hogy az  
MRP szervezeteken belüli tulajdon és az ehhez  
kapcsolódó jogosítványok - így különösen a  
szavazati jog gyakorlásának lehetősége - elosz-  
tása a gyakorlatban a menedzsment meghatározó  
tulajdoni részesedésének kialakulásához vezetett.  
Egyaránt a menedzsmentnek kedvezett a saját erő  
befizetésének függvényében, a keresetek alapján,  
illetve a beosztáshoz kapcsolódóan megállapított  
tulajdonszerzési lehetőség, amit csak a cégnél  
eltöltött idő árnyalt némileg a törzsgárda javára.  
(Vö.: [Karsai, 1993/a], [Karsai, 1993/b], [Boda-  
Karsai, 1993] és [Boda-Hovorka-Neumann,  
1994].)

### Várható változások a tulajdonosi körben

A menedzsment a törlesztési és vagyonnevesítési  
periódus végére várhatóan még a jelenleginél is  
nagyobb tulajdonrészhez fog jutni. A szakértők  
különösen az MRP szervezetek „*kiürítése*“ útján  
történő további tulajdonszerzés lehetőségére hív-  
ják fel a figyelmet [Nagy, 1994], [Osváth, 1994].  
A cégektől kilépő, avagy a cégek által alapított  
gazdasági társaságokhoz átkerülő dolgozók ugya-  
nis kötelesek részvényeiket az MRP szervezet  
számára megvételre felajánlani. A visszavásárolt  
tulajdonrészek MRP szervezeten belüli átrende-  
ződése a tehetősebb vezetők tulajdoni hányadá-  
nak növekedését valószínűsíti.

További tendencia, hogy a már többségi  
munkavállalói - menedzserei és dolgozói - tulaj-  
donban lévő cégeknél a munkavállalók a kivásár-  
lás időpontja után igyekeznek tulajdonrészüket

\* Lásd e kérdésről bővebben pl.: Boda-Hovorka-Neumann, 1994



még tovább növelni. Azaz ha tehetik, további részvényeket, illetve üzletrészeket vásárolnak - például kárpótlási jegyek felhasználásával igen kedvezményes árfolyamon - a kisebbségi tulajdonos vagyongazdálkodó(k)tól, illetve önkormányzatoktól. (Előfordult, hogy az MRP szervezet további vásárlását eleve opció biztosította.)

Mindez egyúttal azt jelenti, hogy a többségi munkavállalói tulajdonba került cégek tulajdonosai közé külső, friss tőkét hozó hazai vagy külföldi befektetők a kivásárlást követően sehol nem kerültek be. Ott sem, ahol a munkavállalók pályázatukban a kivásárláskor erre határozott ígéretet tettek. A cégek külső tulajdonostársaként így változatlanul az állami vagyongazdálkodó(k), illetve az önkormányzatok szerepelnek. Kivételt néhány olyan cég jelent, ahol a kivásárlást meghitelező bank közvetlenül, vagy valamely érdekeltségén keresztül maga is tulajdoni hányaddal rendelkezik a cégben.\*

A külső befektetők távolmaradását több tényező is magyarázza. A kivásárló csoportok vezérmotívuma általában eleve egy új, „valódi” tulajdonos megjelenésének elkerülése volt, az MRP köntösbe bújó vezetők többnyire kizárólagos tulajdonossá akartak válni. Másrészt viszont a dolgozói tulajdonba került cégek sem jelennek a külső befektetők szemében vonzó befektetési lehetőséget a döntéshozatalt lelassító tulajdonosok nagy száma, a kivásárlás érdekében felvett jelentős hitelterhek és az általában jellemző gyenge jövedelmezőség folytán.

A munkavállalók által megszerzett tulajdoni hányad eladását a hitel törlesztésének ideje alatt

egyébként az MRP törvény jogi előírásai jelentősen korlátozzák. A hitel igénybevételeivel vásárolt tulajdoni részesedését az MRP szervezet, illetve annak tagjai mindaddig nem idegeníthetik el, amíg a hitel törlesztése be nem fejeződött. Ennek oka, hogy a hitelfelvétel érdekében jelzáloggal megterhelt cég maga jelent garanciát, illetve annak vagyona fedezetet a hitelt nyújtó bank számára a hitel visszafizetésére.

A fentiek alapján nem meglepő, hogy a különböző kutatásokból megismert MRP-s cégek belső tulajdonosi struktúrája a kivásárlás óta alig változott. Minimális részvény, illetve üzletrész átruházásra került sor a cégen belül szabadon értékesíthető ún. sajátérős tulajdoni hányadoknál, valamint a kilépő dolgozóktól visszavásárolt részvények/üzletrészek esetében. A belső tulajdoni szerkezet nagyobb mértékű átrendeződése, pontosabban a tulajdoni hányad jelenleginél nagyobb koncentrálódása a nagyobb megtakarításokra képes vezetőknél, csak a hitelek törlesztése, azaz a részvények/üzletrészek nevesítése, jóváírása után várható.

1995. májusában húsz, többségi alkalmazotti tulajdonban lévő cégről\* – az MTA IVKI telefonon történő megkérdezése alapján – kiderült, hogy hét esetben az alkalmazottak kis mértékben tovább növelték részesedésüket, míg további hét társaságban a belső/külső tulajdonosi arány nem változott. Két cégnél felszámolási eljárás következtében változott meg a tulajdonosi struktúra, egy céget kockázati tőkések vettek meg, három cég pedig nem adott e kérdésre választ. A válaszadók közül egyébként senki nem jelezte, hogy a közeljövőben a tulajdonosi struktúra további változását tervezné.

### A tulajdonosi érdek képviselete

A munkavállalói tulajdon a többségi MRP kivásárlások esetében igen erős hatással van a kivásárolt cégek tulajdonosi ellenőrzését biztosító testületek összetételére, valamint ezen keresztül a tulajdonosi érdek képviseletének hatékonyságára.

Az MRP törvény nem tartalmaz az MRP szervezetek belső szabályozására vonatkozó előírásokat, e kérdéseket az alapszabályban meghatározandó kérdések közé sorolja. Így többek

\* A cégekhez belépő új dolgozók MRP szervezetbe való belépéséről és tulajdonszerzéséről viszonylag kevés adat áll rendelkezésre. Az MRP törvény az alapszabály, illetve a közgyűlés hatáskörébe utalja annak eldöntését, hogy a későbbiekben jogosultságot szerzők milyen feltételekkel csatlakozhatnak az MRP szervezethez. A céghez később belépő, s MRP szervezethez is csatlakozni kívánó dolgozók számára a tapasztalatok szerint hátrányos, hogy részvény-, illetve üzletrészvásárlásaik finanszírozásánál az ún. önerős rész megteremtésében ők már nem kapnak a cégtől segítséget. (Igen ritka az olyan alapszabály, amely az MRP szervezet vagyonában tartott, tehát nem felosztott tulajdonrészrel teremt forrást az új belépők kedvezményes vásárlásához.) Az is az MRP szervezetek zártságát fokozza, hogy az alapszabályok az MRP szervezetekbe való belépés lehetőségénél - így az új belépők számára is - általában a törvényben előírt minimális feltételeknél eleve szigorúbb előírásokat tartalmaznak. (Így például a szükséges szolgálati idő meghatározásakor, ahol a törvény félévétől öt évesig terjedő munkaviszonyban állapítja meg az MRP szervezetbe való belépésre feljogosító munkaviszonyt.) [Boda-Hovorka-Neumann, 1994].

\* E cégek mind méretüket, mind szakágazatukat tekintve jól reprezentálták az addig előfordult alkalmazotti kivásárlásokat, s alkalmasak voltak a feltételrendszer változása nyomán jelentkező eltérő hatások elemzésére is.



között a közgyűlés dönt arról, milyen alapelvek szerint történjen a törlesztett részvények nevesítése, avagy a szavazati jogok feletti rendelkezés. Mivel az MRP-s alapszabályok többsége a törlesztett részvényeket automatikusan a sajáterős befizetése arányában nevesíti, a sajáterős befizetés pedig elsősorban az MRP szervezet megalakulásakor érvényes hierarchikus viszonyokat tükrözi, azaz tartósítja, a leendő tulajdoni hányad arányában történik a legtöbb kérdésben a szavazás. Csak ritka kivétel az *egy tag - egy szavazat* elvének érvényesítése a szavazásnál. [Boda-Hovorka-Neumann, 1994]

Az MRP szervezet közgyűlésének döntése határoz arról is, hogy a tagok milyen mértékben jogosultak szavazati jogukkal maguk élni, s mekkora tulajdoni hányad feletti szavazati joggal ruházzák fel magát az MRP szervezet. Igen ritka, hogy a sajáterős befizetés ellenében kiosztott részvények szavazati jogát is az MRP szervezet gyakorolja. Ezzel szemben általános az a megoldás, amikor az MRP szervezet a még kifizetetlen részvények feletti szavazati jogokat gyakorolja.

Gyakran hiányzik az MRP szervezetek alapszabályából a kisérszvényesek képviselőiténél szabályozása, azaz e szervezet döntési mechanizmusának szabatos leírása. Típushiba, hogy az alapszabály nem gondoskodik arról, hogy a társaság közgyűlésén az MRP ügyvivők képviselői felhatalmazással rendelkezzenek, sem pedig arról, hogy a képviselendő álláspont kialakítására demokratikus eljárási szabályok szerint kerüljön sor. [Boda-Hovorka-Neumann, 1994]

A dolgozói tulajdonba került cégek tulajdonosi képviselőtét ellátó vezető testületek összetételéről viszont már rendelkezik az MRP törvény. Eszerint az MRP szervezet ügyintéző szervét az MRP összes résztvevőjéből álló közgyűlésnek úgy kell megválasztania, hogy az ügyintéző szerv tagjainak legalább a felét az MRP szervezetben részt vevő tagok adják, legalább egyharmadát pedig a kivásárolt gazdasági társaság delegálhatja. A törvény 1995-ös módosítása nyomán az ügyintéző szerv összetétele szempontjából további korlátozás, hogy a társaság vezető tisztségviselője és vezérigazgatója, illetve annak helyettese nem lehet az MRP ügyvezető szervének tagja. (A törvénymódosítás hátterében annak az igen elterjedt gyakorlatnak a kritikája áll, amikor az MRP szervezetek vezető testületét és így képviselőtét ellátó személyek a kivásárolt cég vezetői közül kerültek ki. Mivel többnyire az igazgató, valamelyik helyettese,

vagy más bizalmasa az MRP szervezetben is meghatározó szerepet töltött be, e szervezet működésében a menedzsment jelenléte meghatározó volt.)

Ennek következtében a dolgozók klasszikus értelemben vett tulajdonosi szerepe háttérbe szorult, s *nem valósult meg a társaság vezetőinek tulajdonosi kontrollja* sem. Nem épült ki beszámoltatásuk rendszere, s nem volt mód az idővel alkalmatlanná váló vezetők leváltására sem. A kivásárolt cégekben meghatározó tulajdoni hányaddal rendelkező vezetők ellenőrzését általában nem tette lehetővé a képviselői testületek összetétele, azaz a vezetők kettős szerepköre.

A menedzserek így a kivásárlással nemcsak tulajdonosi, de vezetői posztjukat is „megvásárolták”. (Vö.: [Vanicsek, 1993]; [Karsai, 1994] és [Boda-Hovorka-Neumann, 1994]) A dolgozók - mint tulajdonostársak - által gyakorolt ellenőrző szerephez a tapasztalatok szerint egyaránt hiányzott a megfelelő mechanizmus, a szakértelem és a tulajdonosi tudat. (Jövedelmükben ugyanis az osztalék aránya oly csekély, hogy az nem veheti fel a versenyt a bér növelésében és a munkahely megtartásában megnyilvánuló alkalmazotti tudattal.)

A részvények/üzletrészek által a tulajdonosoknak biztosított jogokat a nem vezető beosztású dolgozók a többségi munkavállalói tulajdonba került cégeknél általában nem tudták gyakorolni sem az MRP szervezetben, sem pedig a megvásárolt cégek ellenőrző testületeiben. A képviselőre megválasztott testületekben zömmel jelen lévő menedzserek elsősorban saját érdekeik képviselőtét látták el.

Egy kompetens *menedzsmentnek* a dolgozói képviselő gyengesége folytán *megegyesített tulajdonosi pozíciója kedvez a vállalati hatékonyság növekedésének*. A sikeres MRP kivásárlástól várható pozicionális és vagyoni előny megfelelő ösztönzést jelent a vezetés számára. A hitel visszafizetésének nyomasztó terhe kikényszeríti a cég alkalmazkodásához szükséges azon lépéseket is, amelyek sértik a munkavállaló tulajdonosok érdekeit. Az MRP-s cégeknél általában nem tapasztalható, hogy a tulajdonos dolgozók jelenléte akadályozná a béremelések visszafogását, avagy a létszám szükséges leépítését.

Az eddig végzett empirikus *kutatók\** azt mutatják, hogy az MRP szervezetek mint tulaj-

\* Lásd például a Munkaügyi Kutatóintézetnél, valamint az MTA Ipar- és Vállalatgazdaságkutató Intézetnél a témában 1993-94-ben végzett kutatásokat.



donosok általában nem ellenezték a menedzsment szerkezetátalakítási koncepciójának, éves üzleti tervének foglalkoztatást is érintő lépéseit. A tulajdonosváltást követő létszámleépítések során az elbocsátandók kiválasztásánál nem volt meghatározó szempont az MRP szervezetben való tagság.

A már említett 1995. májusi *telefonos megkérdezés* tapasztalatai azt mutatják, hogy a tulajdonos menedzserek a cégek karcsúsítását illető terveiket viszonylag könnyen meg tudták valósítani, ám ritkán kényszerültek a bérek visszafogására. Jelentős (húsz százalékos feletti) elbocsátások viszonylag nagy számban (hat cégnél) fordultak elő a leépítést alkalmazó társaságok (tíz cég) körében. Három cégnél a létszám gyakorlatilag nem változott, egyénél pedig igen erőteljesen - majdnem száz százalékkal - nőtt a foglalkoztatottak száma. (Hat vállalatnál nem álltak rendelkezésre a vonatkozó adatok.)

Az sem állítható, hogy az MRP útján történő kivásárlás nyomán a szőben forgó cégeknél az MRP szervezet mindenáron a bérnövelés mellett lépett volna fel. Az e szempontból is vizsgált cégeknél a béremelkedés üteme a korábbi időszakhoz képest lényegesen nem változott. A telefonos megkérdezés adatai szerint a válaszadók közül mindössze két cég jelzett, a korábbi időszakhoz képest nagyobb béremelést.

Nagyobb problémát jelent, ha a menedzsment alkalmatlansága, koncepciótlansága gátolja a cég fejlődését, talpra állását. A cég jövője szempontjából a menedzsment leválthatatlansága tehát veszélyes is lehet. A tulajdonosváltás tényétől ugyanis az ügyvezetés minősége, a menedzsment szakmai színvonala sehol sem változott meg. Ám a határozatlan, koncepciótlan vállalati vezetők menesztésére a tapasztalatok alapján sem került sor sehol, a tulajdonosi kontroll tehát ilyen értelemben nem működött a dolgozói tulajdonba került cégeknél. Előfordult viszont, hogy a nem megfelelő vezetés az MRP-s céget válságba sodorta, s annak felszámolására, illetve eladására kényszerültek tulajdonosai, azaz a vezetők menesztése helyett a dolgozói tulajdon szűnt meg. [Boda-Karsai, 1993]

## A cégek gazdasági helyzete

### Az MRP-k által igénybe vehető hitel hatása

Az MRP törvény talán legfontosabb eleme, amely a kivásárolt társaságok későbbi gazdasági teljesítményét alapjaiban érintette, az ún. Egzisz-

tencia hitel (E-hitel) igénybevételének lehetősége. (A törvény elvileg lehetőséget biztosított részletfizetéssel történő vásárlásra is, ám ez a megoldás a gyakorlatban igen ritkán fordult elő, mivel ez az állami vagyónkezelő szervezet általi hitelnyújtást jelentette volna.) A hitel által biztosított kedvezmény egyaránt megnyilvánult a hitelfelvételhez a törvény által előírt sajáterő rendkívül alacsony arányában, a törlesztésre rendelkezésre álló idő hosszában, valamint a törlesztés megkezdéséig biztosított türelmi idő beiktatásában.

A törvény eredetileg a megkívánt saját pénzforrás mértékét az egy résztvevőre átlagosan jutó vagyónrész vételárának függvényében úgy állapította meg, hogy az öt millió forintig két százalék, öt és tíz millió forint között tizenöt százalék, tíz millió forint feletti vásárlás esetén huszonöt százalék legyen. Futamideje az E-hitelnek eredetileg maximum tíz év lehetett, amelyből legfeljebb két év volt a türelmi idő. Az E-hitel nyújtásának feltételeit egy kormányrendelet 1993. februárjában némileg módosította. E módosítás az öt millió forint feletti hitel esetén a felvevőktől egységesen tizenöt százalékos sajáterő biztosítását követelte meg, azaz a tíz millió forintnál nagyobb hitelek nyújtásakor nem igényelt magasabb sajáterőt. A törvény módosítása az E-hitel futamidejét is érintette, mivel azt tíz évről tizenötre emelte fel, miközben a visszafizetés megkezdésére adott türelmi időt is egy évvel, azaz három évre emelte. Javultak tehát a nagyobb összegű E-hitel felvételének kondíciói.

Az MRP szervezetek által felvehető E-hitel feltételeit az 1995. májusában életbe lépő új privatizációs törvény ismét jelentősen megváltoztatta azzal, hogy csupán a vételár felének kiegyenlítésénél engedte meg annak igénybevételét, azaz jelentősen megemelte az egyes ügyletek készpénzigényét. (A nem MRP-s ügyletek esetében a törvény még az E-hitel felső korlátját is megszabta, ötven millió forintban állapítva meg azt.) A törvény módosítása nem érintette a korábban egységesen hét százalékos megállapított kamat mértékét, ami a három százalékos alapkamat mellett a bankok négy százalékos kezelési költségét is tartalmazta, s így az aktuális piaci kamatoknak még a negyedét sem érte el.

A hitelt nyújtó kereskedelmi bankok *kihelyezési kockázatát* jelentősen csökkentette, hogy a kedvezményes kölcsönt nem saját forrásokból, hanem a jegybank refinanszírozási keretének terhére adhatták, s nemfizetés esetén automatikusan rátehették kezüket a privatizált cégre. A bankok



emellett úgy írták alá az E-hitel folyósításához kapcsolódó eljárási rendet, hogy az tartalmazta az Állami Vagyongyökség kezességvállalását a bankokat ért hitelezési veszteség erejéig.

Az E-hitel nyújtására vállalkozó kereskedelmi bankok között csupán a hitel nyújtása ellenében megkívánt biztosítékok mértékében mutatkozó különbség. A bankok ugyanis általában nem elégedtek meg a törvényben számukra „hivatalból” biztosított zálogjoggal a kivásárolt vagyon felett, valamint a kivásárolt cég kezességvállalásával.

A bankok kihelyezéseik biztonságának növelésére sokféle eszközt alkalmaztak. Általában előírták, hogy a hitelfelvevők náluk vezessék számlájukat, információs és ellenőrzési jogot kötöttek ki maguknak, a normál kölcsönöknél megszokotthoz képest jóval nagyobb fedezetet követeltek meg ügyfeleiktől, rögzítették, hogy újabb, más banktól történő hitelfelvételre csak az ő engedélyükkel kerülhet sor. Ritkábban előfordult, hogy óvadékba helyezték a kivásárolt részvényeket, azonnali inkasszót kötöttek ki a folyószámla kezelésénél, a hitel megadását a törlesztési időszak lejárta előtti további tőkebevonás ígéretéhez kötötték, megkívánták a menedzserek személyes kockázatvállalását, s előfordult, hogy bizonyos tulajdoni hányad nekik történő átadásához kötötték a finanszírozást. [Karsai, 1994]\*

Az E-hitelek összege a privatizáció során egyre nagyobb lett. Az 1994. végéig összesen kifizetett E-hitelek értéke 62 milliárd forintot tett ki, ez az összeg azonban az MRP szervezeteknek nyújtott kölcsönök mellett az előprivatizáció keretében történő, annál azonban jóval kisebb volumenű hitelnújtást is tartalmazza. Az E-hitel a hazai befektetőket támogató értékesítési technikák közül 1994-ben a második helyet foglalta el a 63,5 milliárd forintba rúgó kárpótlási jegyek után. (Az E-hitel kihelyezések összege 1991-ben 1,1 ; 1992-ben 9,07; 1993-ban 21,7; 1994-ben pedig 30,23 milliárd forintot ért el. [Diszkontált..., 1995])

\* A legsajátosabb megoldást az Agrobank alkalmazta, amely előírta a hitelért hozzá forduló cégnek, hogy az hozzon létre egy olyan konzorciumot, amelynek egyik tagja a bank bizalmát élvező tanácsadó cég, amely azután tanácsadói díja fejében a privatizált vállalkozásból öt-huszonöt százaléknyi tulajdoni hányadot kap. A konzorcium tagjai által kötött szindikátusi szerződés pedig azt tartalmazta, hogy válságos helyzetben a privatizált cégnek mindenképp a banknak való tartozásait kell kiegyenlítenie. (Ez utóbbi megoldás törvényességét a hatóságok időközben megkérdőjelezték.)

Az eredeti célokkal szemben, amelyek szerint a rendkívül kedvezményes konstrukció elsősorban a kisebb állami vállalatok megvételéhez nyújtott volna segítséget, valójában mind kevesebb tranzakcióban mind nagyobb összegű E-hitelt vettek igénybe. A kezdetben kisegyzisten-ciók támogatására bevezetett E-hitel átlagos nagysága 1992-ben kétszáz-ötszáz ezer forint volt, ez az összeg 1993-ra már öt-százötven millió forintba emelkedett. Az 1993-as év második felétől pedig már gyakran ötszáz-hétszáz millió forint értékű nagyvállalatokat, kereskedelmi láncokat is E-hitel ellenében privatizáltak. [Érsek-Hámor, 1994] A fenti adatokból látható, hogy a felvett E-hitelek volumene különösen az 1993-as, a korábbiaknál sokkal nagyobb volumenű MRP-s vásárlások nyomán ugrott meg, amikortól a közép- és nagyvállalatok is többségi dolgozói tulajdonba kerültek.

#### Az MRP-s cégek gazdálkodásának jellemzői

A többségi munkavállalói tulajdonba került cégek gazdálkodási helyzetéről, pontosabban a cégek privatizációjának a gazdálkodásra gyakorolt helyzetéről meglehetősen *kevés és ellentmondásos információ* áll rendelkezésre. Olyan korrekt hatásvizsgálat, amely a kivásárlás időpontja, a cégek mérete, szakágazata, valamint kivásárlás előtti állapota szerint elért teljesítményt vizsgálta volna meg az MRP konstrukció keretében kivásárolt cégeknél, s mélyrehatóan elemezte volna a kivásárlásoknak a társaságok gazdálkodására gyakorolt hatását, egyáltalán nem készült. Csupán olyan hézagok adatok - nyilatkozatok - állnak rendelkezésre, amelyek sokszor a vizsgált vállalati kör, illetve az elemezett időszak adatainak pontos közlése nélkül nyilvánítanak véleményt e kérdésben.

A fenti vizsgálatok hiányát némileg magyarázza, illetve menti, hogy *csak több év elteltével mérhető le a dolgozói tulajdonlás tényleges hatása* a cégekre, mivel maga az MRP konstrukció számos olyan „féket” tartalmaz, ami eleve késlelteti a privatizáció hatásának jelentkezését. Ilyen beépített fék például a felvett hitelek visszafizetésének többéves moratóriuma, valamint a megszerzett tulajdoni hányad - részvények/üzletrészek - elidegenítésének tilalma a hitel törlesztésének teljes időtartamára.

A sajtóban megjelent pozitív értékelések többnyire az MRP-k szervezésében, tanácsadásában és érdekképviselésében érintett cégek,



illetve alapítványok vezetőitől, a Vagyongyűjtő-  
ség MRP mellett elkötelezett képviselőitől hall-  
hatók. (Vö.: [Az MRP szervezetek ..., 1994],  
[Osváth, 1994], [P.Á.G., 1994], [Nagy, 1994],  
[Mocsáry, 1995], [Az idén ..., 1995].)

Így lehet olyan sommás véleményeket olvas-  
ni, mely szerint a dolgozói tulajdonba került  
cégek teljesítménye a kivásárlás óta javult, va-  
gyonarányos nyereségük, cash-flow-juk inkább  
jobb az átlagnál. E társaságok olyan közepes,  
zömmel pedig olyan jó közepes teljesítményt  
nyújtó cégek, amelyeknél - különösen ha a par-  
ticipatív munkaszervezeti megoldásokban rejlő  
lehetőségeket is kiaknázzák - még a privatizált  
társaságok többségéhez képest is inkább van  
esély a tulajdonszerzéshez felvett hitelek törlesz-  
tésére és a működőképesség fenntartására. S  
mivel az MRP-s cégek teljesítménye nem rossz-  
sabb, mint a többi privatizált társaság ered-  
ménye, s e cégek legalább olyan jól működnek  
mint korábban, életbenmaradási esélyeik pont  
akkorák, mint a más módon privatizáltaké. Ennek  
alátámasztásul általában az az érv szolgál, hogy  
míg más - készpénzes - vásárlással megszerzett  
cégekből a keletkezett jövedelmet sokféle módon  
ki lehet vonni, az MRP-s cégeknél azt csak tör-  
lesztésre lehet fordítani. Emellett a kevésbé tőke-  
igényes cégeknél eleve nagyobb az esély az MRP  
sikerére, mivel emberi erőfeszítéssel, munkával a  
tőke egy részét ki lehet váltani.

Némileg árnyaltabb megfogalmazást takar az  
az álláspont - amely egy, a vagyongyűjtő-  
ség felkérésére készült elemzésben fogalmazódott  
meg [Privatizációs Kutatóintézet, 1994] -, amely  
szerint a többségi vagy kizárólagos MRP tulaj-  
don csak a kétszáz főnél kevesebb alkalmazottat  
foglalkoztató szervezetekben lehet hatékony meg-  
oldás. Csak e cégek képesek és alkalmasak arra,  
hogy stratégiai befektető hiányában is megfele-  
lően gazdálkodjanak. Gazdálkodási eredményeik  
számottevően jobbak, mint a magyar gazdaság  
átlagos gazdálkodási teljesítményei.

Az MRP-k iránt kevésbé elkötelezett kutatók,  
pénzügyi szakértők és befektetési tanácsadók,  
valamint kockázati-tőke-befektetők véleménye  
gyökeresen eltér a fenti álláspont(ok)tól. (Vö.:  
[Érsek-Hámmor, 1994], [Farkas, 1994], [Sebők,  
1994], [Csabai, 1995], [Olcsó ..., 1995], [Emőd,  
1995], [Bossányi, 1995], [Sz.L.Á., 1995], [B.M.,  
1994].) Ezen álláspont képviselői szerint a ked-  
vezményes kölcsönökre építő privatizálásnak  
igen kétséges az érintett cégek működőképessé-  
gére gyakorolt hatása. A vállalkozásokba nem  
áramlik friss tőke, a hitelre vett cégek eladósod-

nak, folyamatos jövedelemkivonás szükséges a  
kölcsönök törlesztéséhez. Fejlesztésre szolgáló  
hitelek elzárólagosított ingatlanokra már nem  
tudnak felvenni, sőt nehéz számukra a folyama-  
tos működéshez szükséges forgótőke megszer-  
zése is. Ennek következtében az E-hitel formájá-  
ban felvett kölcsönök „időzített bombaként”  
ketyegnek a bankok kihelyezései között. Az MRP  
konstrukció így nagyon komoly problémává vált,  
s sok nehézséget fog okozni e cégek számára a  
visszafizetés.

E nézet szerint, ha a kormányzat nem segít a  
jelentős hitelterhek vállalása miatt nehéz hely-  
zetbe került vállalkozásokon, akkor újabb csőd-  
hullám indul meg, vagy egy második tulajdo-  
nosváltási hullám, amikor persze már olcsón,  
politika- és bürokráciamentesen fognak az új  
tulajdonosok az MRP-s cégek vagyonához hoz-  
zájutni. Egyes vélemények szerint a kivásárolt  
cégek hatvan-hetven, mások szerint nyolcvan-  
kilencven százaléka csődbe jut, vagy új tulajdo-  
nos kezébe fog kerülni.

A privatizáció e második hulláma 1996-ra  
tehető, melynek során az E-hitellel és az egyéb  
kedvezményes lehetőségekkel megszerzett ko-  
rábbi állami vállalatok részvényei a kisbefek-  
tetőktől a hosszabb távra tervező új tulajdono-  
sokhoz kerülnek. Ekkorra a régi tulajdonosokat  
anyagilag felemésztí a vagyon megtartása, s a  
nem eléggé tőkeerős vállalkozások összedőlnek,  
azaz a munkavállalói tulajdonosok helyére vagy  
mellé új tulajdonosok fognak kerülni. A tulaj-  
donosi kört megváltoztató döntéseket az üzleti  
kényszer szüli.

A kockázati tőkével rendelkező befektetők  
csak azoknál a cégeknél látnak reményt a finan-  
szírozásra, ahol az eredeti vevő ugyan jól meglát-  
ta az üzleti lehetőséget, ám ennek kihasználására  
- a vételár kifizetése és a felvett hitelek törlesz-  
tése miatt - már nincs elég ereje, s így társtulaj-  
donos bevonására kényszerül. A bevonásra  
kerülő kockázati tőke azután egyaránt jól szolgál-  
hatja a fejlesztést és a hitelcsapda elkerülését.  
[Karsai, 1995]

Az MRP-s cégek gazdasági helyzetét illetve  
kilátásait elemzők véleménye megegyezik abban,  
hogy az MRP-s cégek nagy része egyelőre csak a  
felvett hitelek kamatterheit fizeti, a tőketörlesztés  
nehézségeivel még nem szembesült. A prognosz-  
tizált tulajdonosváltási hullám ezért fog valószí-  
nűleg 1996-ban bekövetkezni, mert az 1992.  
júliusában megszületett MRP törvény keretében  
kivásárolt cégek nagy része 1993-ban vett fel E-  
hitelt, s ennek visszafizetésére a türelmi idő há-



rom év volt. (Ráadásul ez utóbbiak voltak a nagyobb méretű, többszáz milliós hitel igénybevételével kivásárolt cégek.)

Mindeddig MRP-s cégek csak elvétve mentek tönkre, illetve kerültek új tulajdonoshoz, ezek esetében azonban már a kivásárlás idején is ésszerűtlen és gazdaságilag megalapozatlan volt a dolgozói kivásárlás.

A sajtóban megjelent publikációk alapján eddig hat olyan esetről\* lehetett tudomást szerezni, amikor a korábban többségi tulajdonnal rendelkező alkalmazottak/vezetők részben vagy teljesen eladták részvényeiket, illetve üzletrészeiket külső befektetőknek. E befektetők között szakmai befektető, kockázati tőkes és kereskedelmi bank egyaránt előfordult.

Az 1995. májusában a tizenhét többségi dolgozói tulajdonba került cég körében végzett *telefonos megkérdezés* adatai azt mutatják, hogy az adózás előtti eredmény tíz vállalatnál volt pozitív, nyolc cégnél pedig romlott a kivásárlás előtti időponthoz képest. Összesen négy olyan cég szerepelt a mintában, ahol a kivásárlást követően nem jelentkezett jelentősebb pénzügyi feszültség. A mintában szereplő két vállalat ellen időközben felszámolási eljárás indult, egy társaságot pedig a dolgozók kénytelenek voltak teljesen eladni egy kockázati tőke-befektetőnek.

Az MRP-k gazdasági helyzetéről kialakítandó képet pontosítja tizenöt többségi munkavállalói tulajdonban lévő társaság\*\* 1994. évi *mérlegadatainak* elemzése. E felmérés összképe igen negatív, holott a mintába bekerült társaságok hiteltörlesztése általában még éppen csak hogy megkezdődött.

1994-ben a vizsgált tizenöt cég közül négy negatív adózás előtti eredményt ért el. A cégek üzemi/üzleti szinten elért eredményét sok esetben (kilenc cégnél) rontotta le a pénzügyi műveletek eredménye, melynek legfőbb tételét a kamatfizetés tette ki. Ennek nyomasztó nagyságrendjét jelzi, hogy a kamatok összege hat cég esetében elérte az előző évi adózás előtti teljes eredményt. A cégek negyven százalékának (hat cég) nettó árbevétele 1993-hoz képest stagnált, illetve csökkent, a növekvő árbevételük felénél pedig az

árbevétel növekedése elmaradt az infláció ütemétől. A tizenegy nyereséges vállalat árbevételarányos jövedelmezősége kilenc cégnél nem haladta meg a négy százalékot, egy társaságnál az 5,6 százalékot, s további egy cégnél 13,1 százalékot ért el. Árbevételarányos jövedelmezőségén mindössze három cég volt képes javítani 1994-ben.

A cégek majd kétharmadának (kilenc cég) számottevő terhet jelent a rövid lejáratú hitelek finanszírozása. (Árbevételük minimum húsz százalékát erre kell fordítaniuk.) A forrásösszetétel vizsgálata nyomán kiderül, hogy a mintában szereplő társaságok majdnem felénél (hét cég) 1994-ben nem képződött fejlesztési forrás. (Tizenötből tizenkét vállalatnál nőtt a befektetett eszközökhoz képest a forgóeszközök súlya.)

A fejlesztésekkel kapcsolatos nehézségeket támasztják alá az 1995. májusában tizenhét többségi alkalmazotti tulajdonban lévő cég körében lefolytatott *telefonos felmérés* adatai is. A kérdésre választ adó tizennégy társaságból mindössze három számolt be jelentősebb befektetésről. Ezek egyike saját forrásait hitellel kiegészítve több, felszámolás alatt álló gyárat vásárolt. Az MRP-s cégek nagy többségénél - azaz a fennmaradó tizenegy cégnél - azonban nem volt mód a kivásárlást követő fejlesztések finanszírozására. A sajtóból szerezhető információk is azt erősítik meg, hogy MRP-s cégeknél csak ritkán fordul elő, hogy a fejlesztések túllépnék a szórványos gépvásárlás, avagy valamely ingatlan beszerzését jelentő határt. Kivételt főként azok a cégek jelentenek, ahol a kivásárló csoport már a vásárláskor szerződésben vállalt valamely - főként környezetvédelmi - beruházást.

A fenti, szükségképpen hézagos és esetleges vizsgálatok adatait sok tekintetben alátámasztja egy, az MRP tulajdonhányaddal rendelkező cégek helyzetéről 1995. augusztusában készült tanulmány. [Az MRP tulajdonhányaddal ..., 1995] Ez utóbbi felmérés - az ÁPV Rt. adatait felhasználva - az érintett cégek körének viszonylag nagyobb hányadát (harminc-negyven százalékát) feltérképezve elemzi az alkalmazotti tulajdonba került cégek gazdasági teljesítményét és perspektíváját.

A tanulmány megállapítja, hogy az MRP-s társaságok túlnyomó hányada gyakorlatilag évről évre zsugorodó gazdasági teljesítményt ért el. Az általuk realizált profit, illetve hozam általában nem érte el a felvett kedvezményes hitel kamatainak törlesztőrészekkel együtt történő kifizetéséhez szükséges minimális összeget, ami a

\* E cégek közé tartozik a Békéscsabai Kötöttárugyár, a Class Tej Rt., a Csepeli Transzformátorgyár, a Kanizsa Sörgyár, a Primaut Gépjárműjavító és Kereskedelmi Rt., valamint a Szabolcstej Rt.

\*\* A cégek között öt ipari, hat kereskedelmi és négy egyéb tevékenységet folytató vállalat szerepelt. A foglalkoztatottak száma átlagosan 376 fő, a jegyzett tőke átlagos nagysága 740 millió forint volt.



szerzők szerint kb. tizenkét-tizenöt százalék. Már azt is pozitívként értékeli a szerzők, hogy e cégek a kivásárlás óta eltelt két-három évben egyáltalán képesek voltak működőképességük fenntartására. E „siker” azonban feltehetőleg csak átmeneti, mivel e cégek krónikus tőkehiányuk közepette csak belső erőforrásaik kiaknázásával - felélésével - voltak képesek magukat fenntartani. A törlesztések türelmi idejének lejártával - főként a többségi MRP-k esetében - sorozatban várható a gazdálkodás ellehetetlenülése. A fő probléma tehát az MRP-s cégek működőképességének hosszú távú fenntartása, mivel a már meglévő tartozások miatt e társaságok képtelenek hozzájutni a működéshez és fejlesztéshez szükséges forrásokhoz.

A cégek jövőjének borulató megítélését alátámasztja az a tény, hogy a dolgozók által megvásárolt társaságokhoz a privatizáció során nem áramlik friss tőke, s a többségi munkavállalói tulajdonosok mellé - mint arról a cégek tulajdonosi struktúrájának elemzése kapcsán már esett szó - később sem lép be olyan külső tulajdonos, amelyik jelentősebb tőkebefektetéssel elő tudná mozdítani e cégek fejlesztését.

Ráadásul az MRP-s cégek tulajdonosai a keletkező nyereséget az MRP törvény előírása nyomán akkor is kötelesek törlesztésre fordítani, ha egyébként számukra a fejlesztés sokkal kedvezőbb megoldás lenne. A kedvezményes hitellel a munkavállalók által megvásárolt cégeknél tehát általában nem további tőkefektetésre, hanem éppenhogy folyamatos tőke kivonásra kerül sor.

Az E-hitel igénybevételével privatizált cégek gazdasági ellehetetlenülésének megelőzésére már több javaslat is született. (Vö.: [Meichl, 1994], [Érsek-Hámar, 1994], [Nagy, 1994], [Osváth, 1994]. [Az MRP tulajdonhányaddal ..., 1995].) Az eleve kedvezmények igénybevételével privatizált cégek számára pótlólagos kedvezmények nyújtását jelentené, ha sor kerülne a javaslatok között szereplő preferenciális forgóeszközhitelek igénybevételére, a már meglévő tartozások átütemezésének, avagy diszkontált - azaz a tartozás lejárat előtti egy összegű befizetése esetén az adósság jelentős hányadának elengedésével történő - visszafizetési lehetőségének megteremtésére, bank általi leírására.

Más irányú megközelítést tartalmaznak azok a javaslatok, amelyek az MRP-k adókedvezményét e cégek tőkeemelése esetén, illetve a magáncégektől történő kivásárlás esetében is alkalmazhatóvá tennék. (Az MRP szervezetek hiteltörlesztésükhöz igénybe vehetik a társaság adózás

előtti eredményének húsz százalékát.) Felmerült, hogy a többségi MRP tulajdonrész leszorításának megkönnyítése érdekében az MRP törvény azon előírását kellene módosítani, mely szerint az MRP tulajdonban lévő részvényeket/üzletrészeket a hitel törlesztése előtt nem lehet elidegeníteni.

A fenti javaslatok közös jellemzője, hogy - látva az MRP-s cégek túlnyomó részének kilátástalan gazdasági helyzetét - *nem bíznák a piacra* e cégek sorsának alakulását. E javaslatok nélkül ugyanis a cégek vagy csődbe jutnának, vagy új társtulajdonosok tőkeemelés útján történő belépése csökkentené a munkavállalók tulajdoni hányadát, illetve az MRP szervezetek tulajdoni hányadának részleges vagy teljes eladása jelentene kiutat a szóban forgó cégek reménytelen helyzetéből.

## Következtetések

A jelenlegi perspektíva mindenképpen az, hogy a reorganizációra szoruló, ám tőkeszegény tulajdonosokkal rendelkező MRP-s cégek számára a rendkívüli hitelterhek eleve megnehezítik a talpraállást. A vállalkozásokba friss tőkét alig hozó, ám belépésükkel óriási - 98, illetve 85 százalékos - arányú hitelek felvételét lehetővé tevő alkalmazotti tulajdonosok igen erőteljesen megnövelik a kivásárlás kockázatát. E cégek esetében a hitelek visszafizetésének kényszere nem ösztönző, hanem bénító hatású. Még akkor is, ha e hitelek kondíciói a gazdaságban egyébként szokásos feltételekhez hasonlítva lényegesen kedvezőbbek. A vásárláshoz felvett hitelek miatt a versenyképesség javítására, fejlesztésekre, illetve piacépítésre már nem lehet újabb hiteleket felvenni. Valójában tehát a tulajdonoscsera és nem a cég talpra állítása emésztí fel e vállalatok tőkéjét. Az újdonsült tulajdonosok korlátozott tulajdonosi jogai a megszerzett tulajdon felett szintén a reorganizációt szolgáló vagyoneledások, gyáregység vagy részlegbezárások ellen szólnak.

Úgy tűnik tehát, hogy elsősorban az dönti el a cégek jövőbeni sorsát, hogy a kivásárlás időpontjában milyen gazdasági helyzetben voltak, milyen piaci perspektíva állt előttük. Mivel a dolgozói kivásárlások többsége a más befektetőket nem vonzó, kevéssé jövedelmező, számos esetben eladósodott, reorganizációra szoruló céget érintette, központi mentőakciók hiányában a csődök, illetve tulajdonoscserék nagy száma prognosztizálható.



Összességében megállapítható, hogy a kivásárolt cégek gazdasági helyzete miatt a munkavállalói tulajdon hosszabb-rövidebb távon megszűnik. Azaz az MRP csak átmeneti tulajdonlási forma, amelyet szükségképpen stratégiai befektetők vagy a vezetők, avagy a vezetők és kockázati tőkebefektetők, illetve egyéb pénzügyi befektetők tulajdonlása vált fel.\*

## Felhasznált irodalom

Az idén ... [1995]: Az idén kevesebb dolgozó lesz részvényes? Világgazdaság, április 20.  
 Az MRP szervezetek ... [1994]: Az MRP-szervezetek tulajdonvásárlása. Privinfo, 23. sz. 39-42. pp.  
 Az MRP tulajdonhánnyal ... [1995]: Az MRP tulajdonhánnyal rendelkező cégek helyzete és perspektívái. (Szerk. Galgóczi B. és Gyetvai L.) Privatizációs Kutatóintézet, Budapest, 1995. augusztus  
 B.M. [1994]: Januárban privatizációs dömping várható. Napi, december 2.  
 Boda D. - Karsai J. [1993]: Magad uram... Előadás a munkanélküliség Magyarországon című szakmai műhelykonferencián. Seregélyes, szeptember 9-11.  
 Boda D. - Hovorka J. - Neumann L. [1994]: A munkavállalók mint a privatizált vállalatok új tulajdonosai. Közgazdasági Szemle, 12. sz. 1084-1096. p.  
 Bossányi K. [1995]: Magyar tőkegyűjtők Jersey szigetén. Népszabadság, május 10.  
 Csabai K. [1995]: Elhagyják a kaptafát. Figyelő, június 29. 33. p.  
 Diczházi B. [1995]: Életképesek lehetnek az E-hitelből megvásárolt társaságok. Új Magyarország, szeptember 25. 6. p.  
 Diszkontált ... [1995]: Diszkontált visszafizetési lehetőség? Világgazdaság, május 31.  
 Durst J. [1994]: Jó tulajdonos-e a munkás? Figyelő, június 9. 27. p.  
 Earle, J. S. - Estrin, S. [1995]: Employee Ownership in Transition. World Bank - CEU Project, Mimeo, február. 87 p.  
 Emőd P. [1995]: Jön a tulajdonváltás második hulláma. Magyar Hírlap, június 9. 17. p.  
 Érsek M. Z. - Hámor Sz. [1994]: A működésre már nem marad pénz. Népszabadság, április 19. 17. p.

Farkas B. [1994]: Erőltetetten magánosítottak. Magyar Hírlap, augusztus 12.  
 Hansmann, H. [1990]: When Does Worker Ownership Work? ESOPs, Law, Firms, Codetermination, and Economic Democracy. Yale Law Journal, 8. sz. 1751-1816. pp.  
 Karsai J. [1991]: „Hiteles” vezetők. MBO-ügyletek külföldi és hazai tapasztalatai. Közgazdasági Szemle, 9. sz. 872-887. pp.  
 Karsai J. [1993/a]: Management buy-out - külföldön és itthon. Közgazdaság, 2. sz. 26-33. pp.  
 Karsai J. [1993/b]: Álluhában. Figyelő, március 25. 17. p.  
 Karsai J. [1994]: Hiányoznak a kockázattulajdonlásra kész szereplők. Közgazdasági Szemle, 2. sz. 93-109. pp.  
 Karsai J. [1995]: A kockázattulajdonlás-finanszírozás nyílt és rejtett csatornái Magyarországon. Közgazdaság, 10. sz. 17-36. pp.  
 Laky T. [1995]: A magángazdaság kialakulása és a foglalkoztatottság. Közgazdasági Szemle, 7-8. sz. 685-709. pp.  
 Meichl M. [1994]: Kétes kinnlevőségek és a vagyoni növekedés. Népszabadság, október 24. 5. p.  
 Meszlény L. [1995]: Hazai multikra várva. Magyar Nemzet, szeptember 25. 11. p.  
 Mocsáry J. [1995]: Védekezés a „hízott disznó effektus” ellen. Népszabadság, július 13. 13. p.  
 Nagy I. [1994]: „Apró” törvénymódosítás. Figyelő, november 3. 28-29. pp.  
 Olcsó ... [1995]: Olcsó vállalatok. Világgazdaság, június 16. 5. p.  
 Osváth S. [1994]: Van-e jövője az MRP-nek? Privinfo, 22. sz. 43. p.  
 P.Á.G. [1994]: Tulajdonosi esély a munkavállalóknak. Népszabadság, november 3.  
 Privatizációs Kutatóintézet [1994]: A privatizációs folyamat befejezésének eszközei. Privinfo, 18. sz. 38-43. pp.  
 Ráthy S. [1995]: Senki sem akar bukott adós lenni. Napi, szeptember 18. 1-4. pp.  
 Sebők E. [1994]: Katalizátorszerepben. (Külföldi ország-alapok Magyarországon). Figyelő, október 6.  
 Sz.L.A. [1995]: Baj lehet a visszafizetéssel. Magyar Hírlap, március 9.  
 Vanicsek M. [1993]: MRP, tehát tulajdonos dolgozók és vezetők. Népszabadság, március 18.

\* A nemzetközi szakirodalom e jelenségre a dolgozói tulajdon „degenerálódásának” fogalmát használja, mely jól ismert jelenség a nyugati ESOP tulajdonban lévő cégek gyakorlatában. [Hansmann, 1990] és [Earle-Estrin, 1995]